

■ 权证解码 | Warrant

## 铁建认购证成交额增近五成

□麦格理资本证券股份有限公司 陈其志

虽然美股本周三回升50点,收报7939点,但周四港股依然承接前日的跌势,开市便下跌约100点至13400点水平,其后跌幅一度扩大至近400点,全日收报13228点,下跌约2.3%。大市全日成交约396亿港元,连续两日低于400亿港元,权证及牛熊证成交额则上升至约140亿港元,占大市总成交比重达三成半。

据彭博通讯周三报道,中国铁建(01186.HK)获得沙特阿拉伯的铁路建设合同,受此消息刺激,昨日中铁建早盘曾升穿11港元水平,升幅一度达到3.7%,其后升势有所缓和,尾市再度上升,并以接近全日高位11港元收市,全日升幅达2.8%。受正股上涨带动,其相关权证及牛熊证成交额由本周三的约2515万港元,增至昨日的约3763万港元,升幅近五成,占权证及牛熊证总成交额0.27%。

而目前市场上的中铁建权证共21只,全部为认购证,并无发行相关牛熊证。而截至本周三为止,该批认购证的总持货量约4578万份。21只中铁建认购证中,行使价最低为9.5港元,最高的为18.88港元,昨日五大成交的中铁建认购证的行使价则介乎10港元至13港元之间。

## 熊证市场持货高于牛证

□法兴证券(香港)有限公司董事 李锦

金融海啸爆发至今,无论是官员、分析员、券商或经济学家等,都纷纷表示经济难以在短期内复苏,而且不少人认为这次经济衰退的规模和影响较之前几次还要大,这些悲观言论令投资者对股市却步。观察恒指过去三十年的图表,一般股灾后三个月内通常会出现较明显的反弹,走势呈现V型,然而,这次股灾却没有出现此种情况,走势呈L形,反映投资者对前景的忧虑较深。

近期大市沿10日均线约13300点附近反复整固,投资者看淡市场的较多。事实上,恒指牛证的市场持货量远低于恒指熊证,这反映出投资者较愿意持有熊证过夜。若分析近期恒指牛熊证的市场持货分布,均集中于收回价介乎11800点至12300点之间的牛证,以及收回价介乎14000点至14700点之间的熊证。

过去两周场外期权市场的引伸波幅持续下调,由于发行人权证对冲时会利用场外或上市期权等衍生工具,故场外期权市场的引伸波幅变化会反映在权证市场的引伸波幅上。即倘若场外期权市场的引伸波幅持续回落,权证市场的引伸波幅也会出现下调情况,这也将对权证价格构成负面影响。

持有权证的投资者宜重新评估原先定下的投资策略,以认购证为例,若认为正股后市的上升空间有限或短期内难以爆发强劲升势,则投资者便应考虑趁引伸波幅未出现明显调整前先行获利,待引伸波幅调整后,投资者便可以较低的成本重新建仓。另外,投资者须留意,无论是认购证或认沽证,其价格亦会随引伸波幅下跌;而愈价外的权证,对引伸波幅的变化愈敏感,价格下调的幅度也可能较大。

AH股价比较低个股(2月12日)				
名称	AH 价格比	A股价格 (元)	H股价格 (港元)	H股溢价 (元)
海螺水泥	0.9749	31.71	36.9	32.5255
中国平安	1.0648	33.79	36	31.7322
中国铁建	1.0705	10.38	11	9.696
中国人寿	1.0999	21.91	22.6	19.9208
建设银行	1.2348	4.31	3.96	3.4905
宁波高速	1.2573	6.04	5.45	4.8039
招商银行	1.2609	14.36	12.92	11.3883
工商银行	1.2755	3.89	3.46	3.0498
鞍钢股份	1.2893	8.41	7.4	6.5227
交通银行	1.2975	5.89	5.15	4.5395
中国中铁	1.3727	5.59	4.62	4.0723
中国神华	1.3829	21.21	17.4	15.3572
中国南车	1.4461	4.78	3.75	3.3054
宝钢股份	1.5629	3.94	2.86	2.5289
中兴通讯	1.6269	33.27	23.2	20.4496
华能国际	1.6456	7.92	5.46	4.8127
中能能源	1.6554	8.58	5.88	5.1829
青岛啤酒	1.6963	21.8	14.58	12.8515
中国银行	1.7582	3.27	2.11	1.8599
中海发展	1.7693	11.4	7.31	6.4434
中信银行	1.8006	4.46	2.81	2.4769
紫金矿业	1.8038	7.95	5	4.4073
皖通高速	1.837	4.55	2.81	2.4769
广深铁路	1.935	4.23	2.48	2.186
潍柴动力	1.9894	27.18	15.5	13.6625
东方电气	1.9975	32.96	18.72	16.5007
中国石油	2.1056	11.47	6.18	5.4474
中国石化	2.293	8.59	4.25	3.7462
广韵国际	2.3235	20.89	10.2	8.9908
深高速	2.3553	5.46	2.63	2.3182
兖州煤业	2.4011	11.09	5.24	4.6188
大唐发电	2.4041	7.65	3.61	3.182
晨鸣纸业	2.5021	7.3	3.31	2.9176
重庆钢铁	2.5312	4.73	2.12	1.8687
中国远洋	2.5598	11.53	5.11	4.5042
中海油服	2.6657	13.91	5.92	5.2182

恒指成分股市场表现				
代码	股票名称	股价 (港元)	涨跌幅	市盈率
494-HK	利丰	16.82	4.60%	18.79
330-HK	思捷环球	40.85	1.24%	7.84
4-HK	九龙仓集团	17	0.59%	3.17
19-HK	太古股份公司A	47.2	0.43%	2.73
3988-HK	中国银行	2.11	0.00%	8.41
6-HK	香港电灯	44.2	0.00%	12.66
2-HK	中电控股	51.6	-0.29%	11.73
700-HK	腾讯控股	47.95	-0.31%	47.81
3-HK	香港中华煤气	12.06	-0.66%	7.88
1-HK	长江实业	66.1	-0.83%	5.53
551-HK	裕元集团	14.72	-0.94%	6.69
660-HK	港铁公司	17.8	-1.00%	6.54
293-HK	国泰航空	8.45	-1.17%	4.74
12-HK	恒基地产	26.6	-1.30%	3.53
11-HK	恒生银行	89.45	-1.65%	9.38
101-HK	恒隆地产	15.62	-1.88%	4.91
83-HK	信和置业	6.6	-2.08%	4.09
2388-HK	中国香港	7.99	-2.30%	5.47
485-HK	中国海洋石油	7.16	-2.32%	8.72
762-HK	中国联通	7.42	-2.37%	9.13
688-HK	中国海外发展	10.6	-2.39%	18.63
5-HK	汇丰控股	58.5	-2.42%	4.55
941-HK	中国移动	72.6	-2.55%	14.64
267-HK	中信泰富	9.1	-2.57%	1.85
13-HK	和记黄埔	38	-2.69%	5.29
388-HK	香港交易所	66.15	-2.72%	11.44
291-HK	华创创业	11.62	-2.84%	5.56
17-HK	新世界发展	7.35	-2.91%	2.84

# 国企股引领跌势 后市压力将持续

□财华社

虽然美股周三走高,但由于内地A股周四回调整理,拖累国企股大幅下挫,港股大市也跟随走低,预计后市将持续面临调整压力。

### 周期性行业重回跌势

港股周四低开低走,恒生指数下挫310.91点,收报13228.3点,跌幅2.3%;国企指数为领跌主力,收报7367.56点,跌幅3.05%。大市成交持续低迷,共成交396亿港元。

由于内地A股回调整理,中资股也顺势回吐,成为大市领跌主力。其中,航运、有色、钢铁等周期性行业沽压最为沉重。虽然BDI指数持续升势,但港股市场对于航运股长期前景却极不看好。而且,据周四公布的数据显示,中国1月份出口煤炭366万吨,按年减少36.3%;出口焦炭及半焦炭更大减92%。分析人士表示,煤炭出口的持续减少或对以沿海煤炭运输为其收入主要来源的中海发展产生打击,因相关运输需求减弱。受此影响,中海发展股价重挫10.85%,中远、中海集运跌幅也在7%以上。

中资金属类个股在经历了前期的大幅上扬后,周四出现全线回调,鞍钢股份跌幅近692%。瑞信发表报告称,中国的钢材价格从本周开始回调,但该行对钢铁股未来6-9个月的走势持积极看法,因为该类个股仍是削减库存周期中

### ■A+H监测站 | A+H

## 流动性差异与汇率双重因素影响

# AH比价或现趋势性转折

□本报记者 董凤斌

周四两地市场双双出现回调整理,受航运类及资源类个股下跌拖累,国企指数跌幅超过3%;内地A股则表现得相对强势,上证综指仅微跌0.56%。

纵观57只A+H股整体表现,42只A股跑赢相应H股。其中,中国铝业在两地市场表现迥异值得关注。力拓证实了中铝母公司向其注资的消息,受此刺激,中铝A股周四尾市拉升,收盘大幅扬升5.64%,收报10.49元;而其H股则表现得相对谨慎,跟随资源类个股下挫,跌幅达到4.77%,收报4.19港元。

对于母公司注资力拓的消息,港股市场分析人士表示,之前中铝强于大盘的表现可能已经消化了母公司与力拓交易所产生的积极因素,由于缺少详细资料,无法量化其可能产生的影响。另外,铝价的疲软走势将削弱上述交易对公司的利好作用。对于中铝的任何利好作用都限于市场人气方面,因为这一交易是母公司达成的,影响遥远且难以量化;未来是否有任何合作或资产注入尚不得而知。有香港基金经理表示,购买可换股债券和直接入股资产是明智之举,因为可提供一定下跌保护而且可获得上升空间。

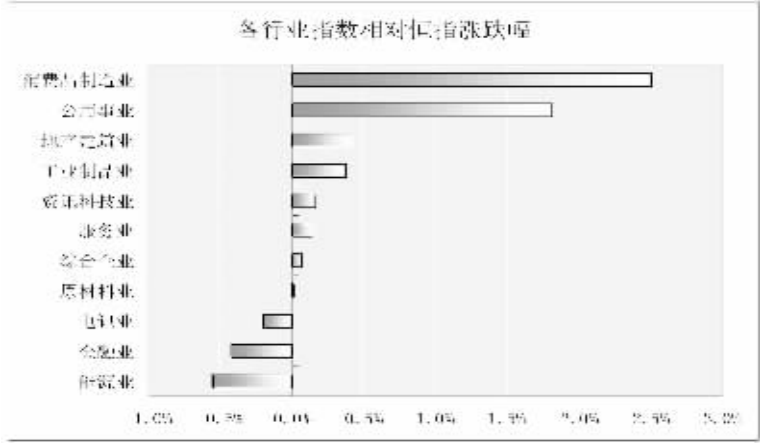
由于近期A股走势持续强于H股,H/A比价均值数据已降至0.482,低于

## 资金链紧张 湖南有色亏损将延续至09年底

□京华山一 陈庆

我们认为湖南有色金属(02626.HK)08年将录得约6亿元的巨亏,展望未来,我们预期其业绩亏损状态将一直持续至09年底,预计公司09年将继续面临现金流紧张的问题,而市场目前尚未计入这些潜在的下跌风险,因而我们将该股评级从“观望”调降至“沽出”,以现金流折现法所作的目标价为0.77港元。

公司发布截至08年12月31日的年度盈利预警,但并未披露具体的亏损数目。根据我们的估算,预期公司08年将出现约6亿元的巨亏。全球金融危机持续加剧,有色金属价格在08年第四季暴跌,期内锌、铅平均价格分别按季大跌32%及38%,至每吨11650及12480元,远低于13000及14000元的收支平衡线,因而有色金属生产商08年第四季几乎陷入全线亏损的状态,而湖南有色08年第四季的亏损几乎抵消了公司前9个月的盈利。



制图:董凤斌

最好的选择。瑞信维持鞍钢和马钢“强

于大盘”评级,目标价分别为12.5港元和4.5港元。瑞信认为,在短期内,热轧价格的走软可能给鞍钢股份带来压力,但马钢是更好的选择,因为其长钢业务的比重较大,而长钢产品的价格将保持坚挺,表现强于扁钢产品。

力拓虽然证实获中铝母公司注资,但中国铝业仍然下挫4.77%。德银重申中铝“沽售”评级。该行虽然相信中铝公司最终落实注资力拓,但强调中铝作为母公司发展原铝及氧化铝业务地位不变,获注资任何非铝业资产机会微乎其微。同时,不相信母公司可从力拓获得铝业资产,中铝获注资机会减低。

蓝筹股方面,中远太平洋、招商



制图:董凤斌

0.5的长期均值,而该数值在去年底还高达0.62。展望后市,两地市场流动性的差异以及港元兑人民币汇率的长期向下趋势或令H/A比价数据持续向下,因此,比价数据自09年以来的转折或将预示着中长期趋势的悄然转变。

由于A、H股具备完全相同的基本面因素和业绩表现,因此,很难从这一方面去解释AH比价数据短期内的大幅波动。其实,影响股价的因素除基本面外,还包括流动性因素。应该说,近1个月以来AH比价的大幅波动主要缘于两地市场流动性变动的差异。内地方面,货币供应量增速中期向上的趋势或已确立,新增贷款骤升;而香港银行体系流动性虽然依然充裕,货币供应量增速也出现回升,但其更多的是缘于金管局被动注资,其本地贷款数据则逐月下滑,银行体系流动性难以流入股市。因此,

虽然A+H公司基本面因素相同,但流动性的差异将导致估值水平的不对称变化,并最终作用于股价。

除流动性因素外,汇率因素也不能小视。美国政府的巨额经济援助计划势必令美国国债供给量大幅提升,而美联储则不会容忍国债收益率的走高,其购买长期国债将成为定量宽松政策的手段之一,美联储资产负债表将持续膨胀将导致美元的泛滥,美元汇率的大幅贬值只是时间早晚的事。由于港元实行钉住美元的联汇制度,因此从长期上看,如果美元崩塌,港元兑人民币汇率将再度出现大幅走低。如果此种情形出现,那么H/A比价数据将进一步打开下跌空间,因为目前我们所做的比价数据是将H股的港元价格换算成人民币计算的;若港元汇率下跌,则即使H股价格不便,其以人民币计价的价格也会大幅走低。

## 恒指周四下跌310点

测调低21%至30%,并将其2010年预测调低1%至17%。同时,我们预计公司09年每股盈利或亏损0.12元,但2010年将略实现每股盈利0.02元。

另外,为减轻债务及补充运营资金,管理层已于08年12月提议发行总值不超过20亿元的企业债券,并获得特别股东大会通过。不过,由于公司宣布08年预亏,相关申请已遭政府否决。目前,湖南有色持有净现金7.7亿元,但倘若经营活动继续亏损,则其或将出现现金流紧张的情况。

湖南有色的股价已从历史低谷强劲反弹180%,表现强于大市及同业,如江西铜业及中国铝业,该股现价相等于09年市净率0.5倍,高于0.2倍的估值低谷,尽管该股估值较其同业平均的0.7倍低,但我们担心一旦其08年亏损数据最终公布后,公司股价仍存在下跌风险,我们相信市场尚未计入这些下跌风险,因而将该股从“观望”调降至“沽出”,以现金流折现法所作的目标价为0.77港元。

行,该股重挫6.61%,主要是由于大行对于其盈利表现极为悲观。瑞信预计,东亚银行业绩将非常糟糕,净利润只有9000万港元,远低于2007年的41.4亿港元。法巴的预测则更为悲观,认为净利仅为1000万港元。

### 后市压力依然沉重

港股已经连续两个交易日走低,美国金融救助计划细节仍有待披露,而内地A股短线也面临调整压力,在内外双重压力下,港股后市持续回调风险依然较高。

第一上海证券叶尚志表示,港股在2月初展开的一波短期升浪,是缺乏内部因素支持的,升势主要是受到内地A股强势所牵动。目前,内地A股的短期升浪已经到位,并且出现大幅震荡。在这种形势下,港股将会失去上拉的条件,若市场焦点转移到欧美股市的寻底,港股的回压力量是有进一步加剧的可能。事实上,港股是一个国际性的市场,外资参与占了很大比重。以欧美股市近来再度展开寻底跌浪的情况来看,外资的取态肯定是比较悲观,这个也会影响他们对港股的看法。因此,按内地A股的强劲走势分析来看待港股,在目前并不是一个适当的套用。现阶段,两地市场无论是参与者、市场人气还是资金面,都出现了分歧。

信诚证券联席董事连敬涵表示,外国美股及内地A股近日波动性明显增加,港股表现相对冷静。但美股

### ■ 投资评级 | Valuation

## 摩通维持中国海外“中性”评级

摩根大通周四发表研究报告,维持中国海外(00688.HK)“中性”的评级,现价相当于09年预测市盈率17倍,估值较为合理,给予其目标价为9港元。

该报告指出,中国海外08年合约销售达238亿元,同比上升12%;销售面积达标270万平方米。不过,其平均售价下滑10%至每平方米8822元;市场份额也由07年的0.8%升至1.2%。摩根大通认为,中国海外市值庞大,且投资物业规模较大,相对企业价值为1020亿元,销售似乎显出疲弱态势。

工商东亚周四也发表报告,维持中国海外发展“卖出”的评级,目标价为8港元。该行表示,中国海外发展转而起高,同期跑赢恒指,跌2.7%,预计10.44港元或成为其短期支撑位。

该公司1月份地产销售额较上年同期增长60%至12亿元。该行认为,中国海外发展目前的高溢价估值已经消化了09年乐观的业绩预期,按照09年预期业绩,目前的股价对应的市盈率为19.7倍,股息收益率为1%,故该行维持8港元的目标价不变,较净资产值折让20%。

## 美林维持蒙牛乳业“弱于大盘”评级

美林周四发表研究报告,维持蒙牛乳业(02319.HK)“弱于大盘”的评级,目标价为7.99港元,该行认为产品安全问题令该股人气再度恶化,收益能见度也进一步下跌。

该公司周四表示,正在寻求获得中国食品安全监管部门的澄清,此前有媒体报导称,该公司被责令禁止向其牛奶产品添加造骨乳蛋白(OMP),直到获得监管部门的批准。

美林称,由于蒙牛的高端和低端产品都面临上述问题,预计消费者对该公司的信心将再受打击。该行补充说,没有高端牛奶产品特仑

## DBS下调恒隆地产目标价至15.86港元

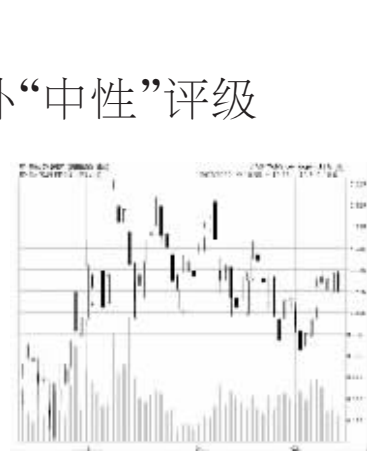
DBS唯高达称,虽然恒隆地产(00101.HK)现价较其每股资产净值预测折让39%,但其吸引力不大,故该行将其目标由16.56港元降至15.86港元,并建议持有该股。

该行指出,恒隆地产中期业绩优于该行预期,但主要是其利息支出少于预期所致。展望全年业绩,该行认为仍系于公司的推售货尾楼盘的速度;同时,其中国业务方面也需面对楼市的整固。虽现价较

及日股技术走势转弱在不利后市表现,道指反弹受制于8000点关口,现时股市主要受政府政策所主导,短线波动性增加,宜做好风险管理。

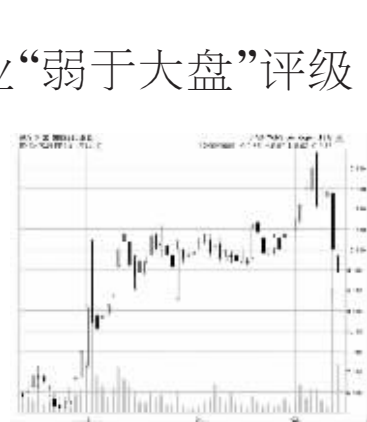
敦沛金融分析师预计,在更多蓝筹股公布业绩之前,市场前景仍然谨慎。大市或进一步下挫,因为蓝筹股业绩可能令人失望。预计国企指数的近期支撑位在7000-7100点。考虑到最近H股的涨势,这种回落是合理的,预计在人气改善后买盘兴趣将很快恢复。

麦格理发表报告表示,虽然香港股票市场未来几个月可能表现不错,但疲软的全球经济形势以及亚洲股票市场不理想的风险回报比或拖累港股走势,由于香港市场自去年10月末至1月初一直呈现较强升势,给予整体市场减持评级。香港市场表现与全球经济增长息息相关,预计全球经济疲软形势短期不太可能得到改善。按照预期业绩,目前香港市场的平均市盈率为11.9倍,估值不具有吸引力。麦格理预计,中资股自10月份在地区股市表现最佳之后将出现获利回吐。目前中国股市被市场一致看好,海外投资者增持中国股票达到最高峰。由于经济非常疲软,资金平衡风险非常倾向外流,相对利润风险上升,估值不再处在强底部水平,扶持性政策力度将不会像以前那么大,建议在地区资产配置上减持中资股。



工商东亚表示,虽然1月份全国房地产交易量整体下滑,但大型地产企业销售业绩相对较好,因促销策略已经且会继续发挥积极的推动作用。

中银国际也预计平均售价将进一步走低,故维持中国海外“持有”的评级。该行表示,中国海外12月销售额同比下滑58%,销售面积同比减少12%,虽然09年1月其销售额和销售面积分别同比反弹60%和150%,但是每平方米平均售价从08年11月的8199元跌至12月的6990元后,近期持续徘徊在7541元的低位。该行表示,这进一步证实了其早前报告所指出的平均售价将逐步走低。



苏强劲销售额的支持,公司收益的复苏道路可能更加漫长。

工商东亚也下调蒙牛乳业的评级至“沽售”,主要是担心其2009年利润风险上升。



其每股资产净值预测折让39%,但目前其吸引力并不大。